

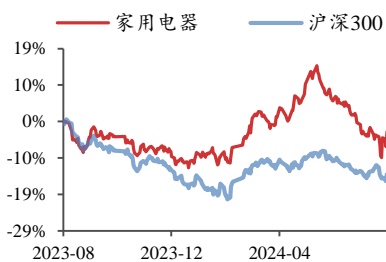
## 家用电器

2024年08月01日

投资评级：看好（维持）

——行业深度报告

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《家电出口延续优于大盘表现，电视面板价格持续趋稳——行业周报》-2024.7.14

《看好石头科技、九号公司等不受制裁影响的 OBM 出海标的一行业周报》-2024.7.7

《白电出口排产依然亮眼，空调内销排产有所承压——行业周报》-2024.6.30

## 电动两轮车：四重逻辑共振，继续看好龙头及成长性标的投资机会

吕明（分析师）

林文隆（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790524070004

证书编号：S0790122120029

### ● 四重逻辑共振，继续看好龙头及成长性标的投资机会

2019年新国标颁布后，电动两轮车步入提质增效成熟发展阶段，龙头公司雅迪控股、爱玛科技凭借品牌、渠道、产品优势，拉大行业竞争优势，2024年新国标颁布五年后修订在即，此篇报告重点梳理电动两轮车板块投资逻辑变化，重申板块优质龙头及成长性标的投资机会，核心推荐公司为：(1) 九号公司：产品、渠道共振，智能化定义带来新需求/新增量，强阿尔法彰显，看好两轮车业务持续高增。(2) 雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足；前瞻性布局东南亚及钠电市场，打开中长期成长想象空间。(3) 爱玛科技：凭借领先于行业的消费洞察成功实现爆款持续打造，2024Q1单车盈利超预期，看好全年业绩弹性。

### ● 逻辑一：存量换新托底行业规模，重点关注龙头份额提升

行业进入成熟发展期后，我们预计行业总量增长将恢复稳态。行业驱动方面，我们看好旧车替换需求能有效托底行业维持稳定，根据德勤数据预测，2024年电动两轮车行业62.1%的消费需求来自于替换需求，且我国两轮电动车保有量达到3.5亿，能稳定释放较大规模的旧车替换需求。另一方面，智能化技术创新为行业带来新的需求和用户，同时，需关注电动两轮车B端市场发展潜力。相较于行业总量增长，优质企业份额提升为行业更重要的竞争聚焦。一方面，我们从2020-2023年各个公司销量规模、营收及利润三个维度变化总结，龙头雅迪控股、爱玛科技市占率优势明显，九号公司凭借渠道的加速扩张和中高端产品持续推新追赶势头强劲。另一方面，新国标修订、符合《电动自行车行业规范条件》白名单企业陆续公布或再推行业出清、整合，中小厂商面临产品监管趋严、生产端成本增加及产品研发推新投入增加三重压力，头部品牌凭借产品研发储备及合规经营方面优势，有望在格局优化中获得超额增长。

### ● 逻辑二：回归产品维度高质量竞争，头部品牌盈利能力提升逻辑顺畅

行业方面，头部品牌回归中高端产品推新策略，天猫渠道4000价位段以上电自/电摩销量占比由2020年的1%/14%提升至2024Q1的22%/65%。同时，由品牌端发起的行业产品升级变革，与消费降级的大背景及行业总量增速放缓关联性不大，且相较于用户端自行发起的消费需求，将更具持久性，行业新一轮价增逻辑孕育。个股方面，借鉴白电龙头公司盈利能力提升路径，我们认为两轮车行业刚刚进入高质量发展阶段，相关政策条例正逐步落地、龙头规模化生产效应仍有释放空间，看好盈利能力提升逻辑逐步兑现。

### ● 逻辑三&四：行业龙头兼具高股息、稳分红特点，海外市场打开行业成长边际

龙头兼具高股息、稳分红特点：龙头雅迪控股、爱玛科技2022-2023年股利支付率分别达50%/40%，2023年股息率分别为3.50%/3.52%，显著高于十年期国债收益率。且雅迪控股及爱玛科技现金流水平表现亮眼、资金储备充足，具备持续分红能力。海外市场潜力可观：东南亚“油改电”驱动下市场扩容逻辑正持续兑现中，雅迪控股、爱玛科技在市场渠道、产品提前储备；钠电技术能够有效解决当前产品质量重、续航不足的电摩需求痛点，有望推动当地产品迭代优化。

### ● 风险提示：各个公司新品开发能力下降的风险、国内宏观经济环境不景气风险。

### 目 录

1、 核心观点：四重逻辑共振，继续看好龙头及成长属性标的投资机会 .....	4
2、 逻辑一：存量换新托底行业规模，重点关注龙头份额提升 .....	4
2.1、 行业总量：进入高质量发展阶段，总量预计稳态增长 .....	4
2.2、 行业驱动：旧车替换需求有效托底行业规模，智能化定义产品带来新需求/新增量 .....	5
2.3、 竞争格局：头部车企马太效应凸显，份额提升为行业竞争重点聚焦 .....	7
2.3.1、 头部车企马太效应凸显，九号公司追赶势头强劲 .....	7
2.3.2、 政策密集出台或推动行业整合加速，看好龙头把握“窗口期”机遇 .....	7
3、 逻辑二：回归产品维度高质量竞争，头部品牌盈利能力提升逻辑顺畅 .....	10
3.1、 品牌主导行业摆脱低价内卷，回归产品维度高质量竞争 .....	10
3.2、 对比白电龙头，两轮车龙头盈利能力仍有提升空间 .....	12
4、 逻辑三：行业龙头兼具高股息、稳分红特点 .....	13
5、 逻辑四：海外东南亚市场潜力可观，拓宽行业长期成长边际 .....	14
6、 重点公司推荐：推荐强阿尔法+成长性标的九号公司及行业龙头雅迪控股、爱玛科技 .....	16
6.1、 九号公司：产品、渠道共振，两轮车业务逆势增长 .....	16
6.1.1、 智能化定义产品为行业带来新的需求和增量 .....	17
6.1.2、 市占率维度：九号两轮车中高端市场份额持续提升 .....	17
6.1.3、 产品维度：产品矩阵丰富，机器人团队赋能差异化优势抢占细分市场 .....	18
6.1.4、 渠道维度：2023年以来渠道加速扩张，新开店以及同店店销增长带来增量 .....	22
6.2、 雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足；前瞻性布局东南亚及钠电市场，打开中长期成长想象空间 .....	23
6.3、 爱玛科技：2024Q1 单车盈利超预期，看好 2024Q2 业绩弹性表现 .....	24
7、 投资建议及盈利预测 .....	25
8、 风险提示 .....	25

### 图表目录

图 1： 行业迈入高质量发展阶段 .....	5
图 2： 2024 年行业预计以旧车的自然换新需求为主 .....	5
图 3： 2022 年底我国电动两轮车保有量约为 3.5 亿台 .....	5
图 4： 2021-2024 年调研数据显示 18~25 岁用户占比显著提升 .....	6
图 5： 调研数据显示 2023 年有 46.6% 的用户购买两轮车是用作其他交通工具的补充 .....	6
图 6： 2023 年在美团获得收入骑手人数为 745 万 .....	6
图 7： 预计中国即时物流行业规模较快增长 .....	6
图 8： 头部企业营收及利润明显领先行业，九号追赶势头强劲 .....	7
图 9： 九号前瞻储备，新推的全新电自车型 Xyber .....	8
图 10： 雅迪发布会重申四大实用科技 .....	8
图 11： 2016 年雅迪品牌市占率约为 11% .....	9
图 12： 2021 年雅迪品牌市占率为 34% .....	9
图 13： 线上数据为例天猫/京东电动两轮车 4000 元+价位段销量占比不同程度提升（单位：%） .....	11
图 14： 雅迪控股、爱玛科技 ROE 领先白电龙头 .....	12
图 15： 爱玛科技、雅迪控股应收账款周转率表现亮眼（单位：次） .....	12
图 16： 爱玛科技、雅迪控股应付账款周转率低于白电龙头企业（单位：次） .....	12
图 17： 雅迪控股、爱玛科技股利支付率维持高位 .....	13
图 18： 雅迪控股、爱玛科技股息率表现亮眼 .....	13

图 19: 雅迪控股、爱玛科技现金流水平表现亮眼、资金储备充实 (单位: 亿元) .....	13
图 20: 2023 年雅迪控股、爱玛科技、九号公司经营现金流净额表现领先行业 (单位: 亿元) .....	14
图 21: 2023 年 1-10 月东南亚主要四国摩托车销量为 336 万辆 .....	15
图 22: 不同于传统轻智能概念, 九号公司通过云盒 ECU 融合多个传感器实现“真智能”, 同时行业率先引入并定义多种安全智能驾驶功能 .....	17
图 23: 2022 年线下调研显示九号位列 5000 元+价位段销量份额第一 (2023 年 2 月调研情况) .....	18
图 24: 2023 年线下调研显示九号/雅迪同位列 4000 元+价位段销量第一梯队 .....	18
图 25: 2020 年进入两轮车赛道以来公司推新逐年加快, 产品矩阵不断完善丰富 (电动自行车/电动摩托车各价格带均有拳头产品, 重合价格带产品间有互补) .....	19
图 26: 电动摩托车中 M 和 N 系列占据线上主要销售比重 .....	19
图 27: 电动自行车中 F 系列占据线上大部分销售比重, A+/MMAX/Dz/V 系列 .....	19
图 28: 九号公司掌握自平衡控制、UWB/视觉定位、多传感器融合定位、运动控制和轮毂电机等多项技术 .....	21
图 29: 两轮车核心智能化技术需算法+电控+传感器多方配合, 公司原有机器人以及智能短交通团队和底层技术可较好赋能两轮车智能化技术 .....	22
图 30: 深度学习+AI 算法识别车辆异动数据且持续可升级优化 .....	22
图 31: 九号电动车全车多处配备传感器 .....	22
图 32: 2020-2023 年渠道快速扩张的同时九号公司店效保持提升趋势 .....	23
图 33: 2023 年九号单店店销已高于绿源、新日甚至小牛 .....	23
表 1: 2024 年电动两轮车行业政策密集出台 .....	7
表 2: 《电动自行车行业规范条件》出台拉高行业进入门槛 .....	9
表 3: 《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》条例聚焦生产安全 .....	10
表 4: 2024 年头部品牌推新以中高端车型为主 .....	11
表 5: 对比燃油摩托车, 电动摩托车仍存在产品质量重、续航短的消费痛点 .....	15
表 6: 国产品牌海外布局加速 .....	16
表 7: 九号公司高管以及机器人团队成员均具备机器人相关背景 .....	20
表 8: 推荐九号公司、雅迪控股、爱玛科技 .....	25

## 1、核心观点：四重逻辑共振，继续看好龙头及成长属性标的投资机会

2019年新国标颁布后，电动两轮车步入提质增效成熟发展阶段，龙头公司雅迪控股、爱玛科技凭借品牌、渠道、产品优势，拉大行业竞争优势，2024年新国标颁布五年后修订在即，此篇报告重点梳理电动两轮车板块投资逻辑变化，重申板块优质龙头及成长性标的投资机会。

**(1) 聚焦行业优质企业份额提升：**行业进入成熟发展期后，相较于行业总量增长，优质企业份额提升为行业更重要的竞争聚焦。一方面，我们从销量规模、营收及利润三个维度总结，龙头雅迪控股、爱玛科技市占率优势明显，九号公司凭借渠道的加速扩张和中高端产品持续推新追赶势头强劲。另一方面，新国标修订或再推动整合，头部品牌或凭借在产品研发储备及合规经营方面优势，有望在格局优化中获得超额增长。

**(2) 行业价增下，头部品牌盈利能力提升逻辑顺畅：**行业方面，头部品牌回归中高端产品推新，由品牌端发起的行业产品升级变革，将更具备持久性，行业新一轮价增逻辑孕育。个股方面，借鉴白电龙头公司盈利能力提升路径，我们认为两轮车行业刚刚进入高质量发展阶段，相关政策条例正逐步落地、龙头规模化生产效应仍有释放空间，看好盈利能力提升逻辑逐步兑现。

**(3) 行业龙头兼具高股息、稳分红特点：**以红利风格投资逻辑看，雅迪控股、爱玛科技近两年股利支付率分别达50%/40%，2023年雅迪控股、爱玛科技股息率分别为3.50%/3.52%，显著高于十年期国债收益率。且雅迪控股及爱玛科技现金流水平表现亮眼、资金储备充实，具备持续分红能力。

**(4) 海外具备较大市场潜力：**东南亚：“油改电”驱动下市场扩容逻辑正持续兑现中，国产品牌雅迪、爱玛在市场渠道、产品提前储备；钠电技术能够有效解决当前产品质量重、续航不足的电摩需求痛点，有望推动当地产品迭代优化。

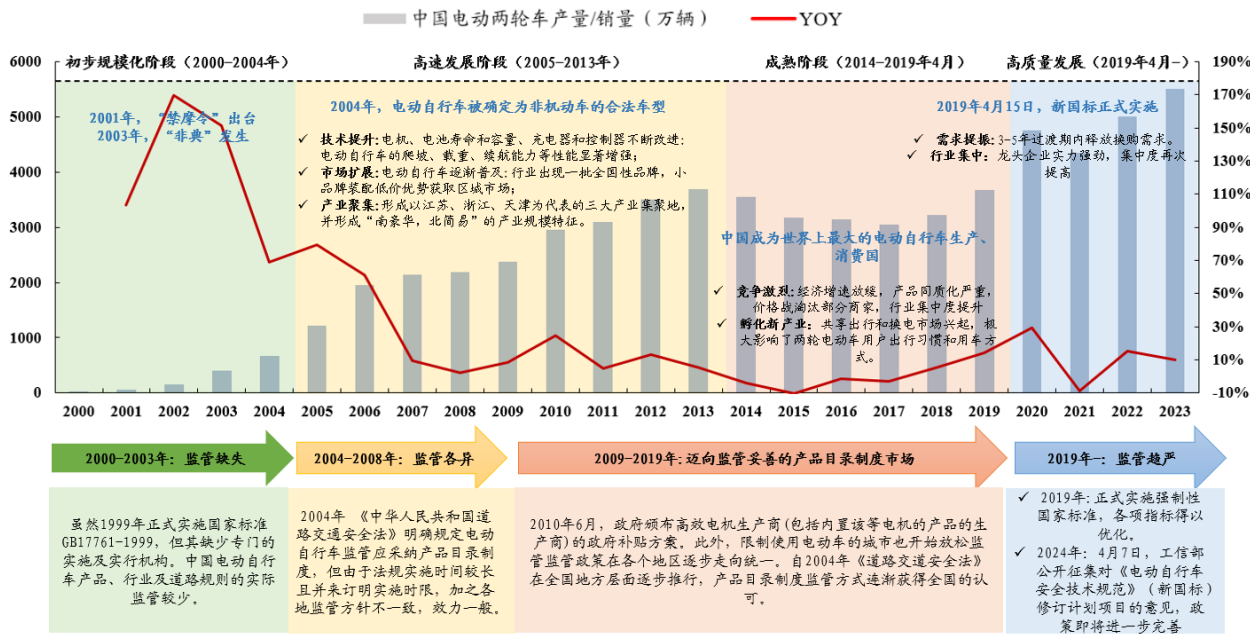
## 2、逻辑一：存量换新托底行业规模，重点关注龙头份额提升

### 2.1、行业总量：进入高质量发展阶段，总量预计稳态增长

行业迈入高质量发展阶段，预计行业总量增长恢复稳态。我国电动两轮车的监管体系从监管欠缺迈向逐步完善，行业也从初具规模、高速发展走向提质增效的成熟发展阶段。2019-2023年我国电动两轮车行业销量复合增速为10.6%，主要为新国标换购需求刺激，2023年我国电动两轮车行业销量为5500万辆（同比+10%），行业销量并未因为高基数出现明显下滑。展望后续行业总量发展，预计2023年及以后行业总量增长将恢复稳态，以自然换新为主要拉动，即时配送、国内共享骑行等为行业潜在增长点。



图1：行业迈入高质量发展阶段

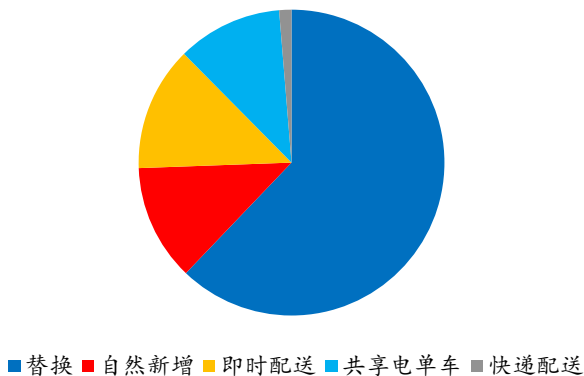


资料来源：爱玛科技招股说明书、艾瑞咨询、开源证券研究所（注：2018年之前图中数据为行业产量数据，之后为行业销量数据）

## 2.2、行业驱动：旧车替换需求有效托底行业规模，智能化定义产品带来新需求/新增量

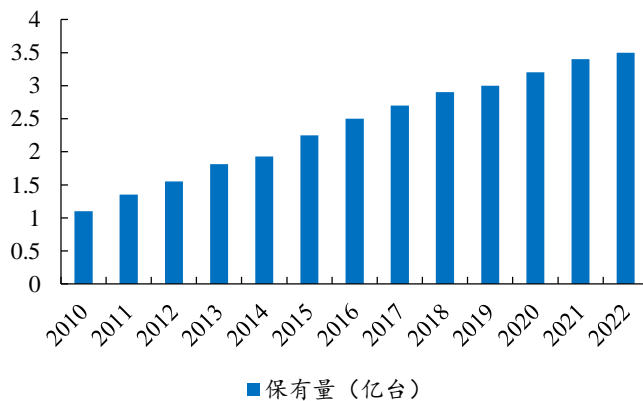
**总量结构拆分：**我们看好旧车替换需求能有效托底行业规模。根据德勤数据预测，2024年电动两轮车行业62.1%的消费需求来自于替换需求，据中国自行车协会数据，截至2022年底，我国两轮电动车保有量约为3.5亿，产品的使用周期一般为4-6年，背靠较大保有量规模，我们看好旧车替换需求能有效托底行业总量维持稳定。

图2：2024年行业预计以旧车的自然换新需求为主



数据来源：德勤咨询、开源证券研究所

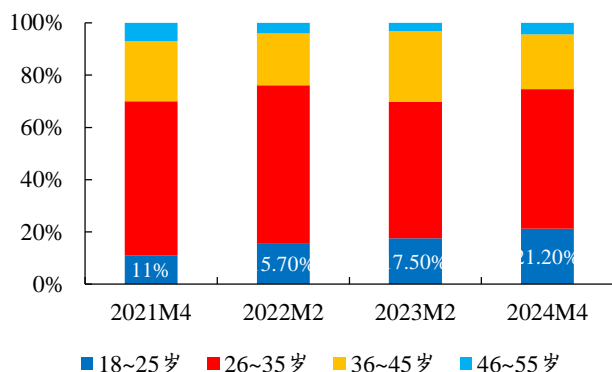
图3：2022年底我国电动两轮车保有量约为3.5亿台



数据来源：中国自行车协会、开源证券研究所

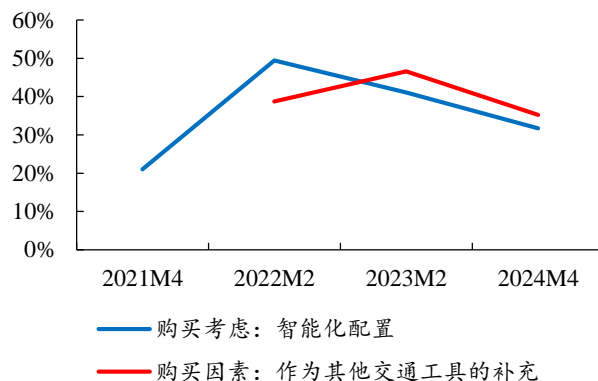
智能化技术创新为行业带来新的需求和用户。艾瑞咨询调研数据显示，2022-2023 年越来越多用户在购买两轮车时会考虑智能化配置，我们认为智能化技术为行业带来新的两类用户：(1) 年轻用户（特指 18-25 岁用户，下同）。艾瑞咨询调研数据显示，2021-2024 年调研数据显示行业年轻用户占比提升显著，从 2021 年的 11% 提升至 2024 年的 21.2%。(2) 有车一族用户。艾瑞咨询显示，2023 年调研显示有 46.6% 的用户购买两轮车是用作其他交通工具的补充，智能化创新较好满足有车一族的“体面”的性价比需求。

图4：2021-2024 年调研数据显示 18-25 岁用户占比显著提升



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

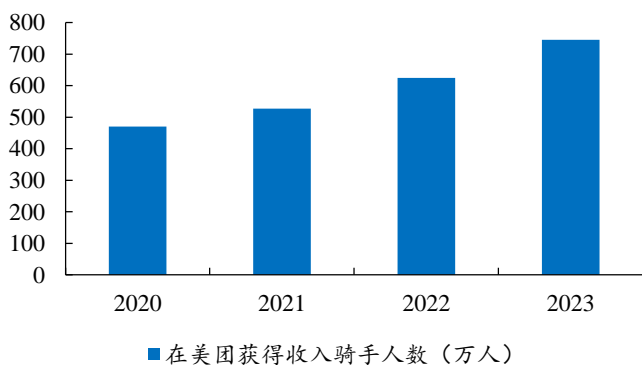
图5：调研数据显示 2023 年有 46.6% 的用户购买两轮车是用作其他交通工具的补充



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

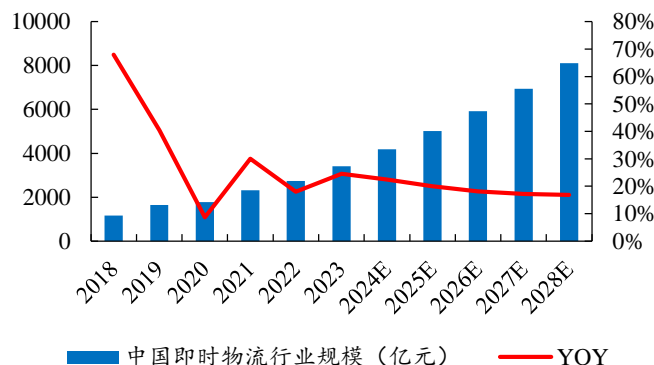
**B 端即时配送、共享电单车市场潜力仍存。**同时，我们需关注电动两轮车 B 端市场——即时配送与共享电单车，以即时配送市场为例，2023 年即时配送行业规模约为 3410 亿元，2018-2023CAGR 达 23.9%，预计 2023-2028 年行业仍将维持较高增长，CAGR 约 18.9%，同时根据美团配送《2023 年美团骑手权益保障社会责任报告》，2023 年在美团获得收入的骑手人数是 745 万（同比+19.39%），即时配送工作群体对电动两轮车产品的质量要求更高、电池更换周期更短，看好其群体数量增长有效刺激行业销量释放和换电市场孕育。

图6：2023 年在美团获得收入骑手人数为 745 万



数据来源：《2023 年美团骑手权益保障社会责任报告》、开源证券研究所

图7：预计中国即时物流行业规模较快增长



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

## 2.3、竞争格局：头部车企马太效应凸显，份额提升为行业竞争重点聚焦

### 2.3.1、头部车企马太效应凸显，九号公司追赶势头强劲

我们从 2020-2023 年各个公司销量规模、营收及利润三个维度变化看电动两轮车行业竞争格局，龙头雅迪控股、爱玛科技优势明显，九号公司凭借渠道的加速扩张和中高端产品持续推新追赶势头强劲。

销量规模上，头部车企方面，雅迪控股及爱玛科技 2023 年销量已突破 1000 万台，销量规模已与行业其他车企拉开较大差距。2024 年上半年看，外部雨雪及国家抽检阶段性影响到行业动销，雅迪控股及爱玛科技销售阶段性承压，爱玛科技 2024Q1 销量约为 246 万台（同比下降约 11%）。新势力车企方面，九号公司 2024Q1 销量 41.69 万台，预计 2024Q2 同比翻倍增长，在推新及扩渠道逻辑下增速远超同行。各个公司整体营收及归母净利润看，雅迪控股、爱玛科技营收及利润规模与行业拉开较大差距，且通过产品结构优化，2024 年上半年单车利润预计表现亮眼，2024Q1 爱玛科技单车利润为 196 元/台（同比增长约 13%），营收因销量承压下归母利润仍实现 1.2% 增长，新势力车企方面，九号公司在规模效应下预计 2024H1 两轮车事业部毛利率和净利率维持同比提升趋势。

图8：头部企业营收及利润明显领先行业，九号追赶势头强劲

	营收情况 (亿元)				归母净利润 (亿元)				销量 (万辆)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
雅迪控股	193.77	269.87	310.86	348.01	9.57	13.69	21.61	26.40	1080	1386	1401	1652
YOY	61.8%	39.3%	15.2%	11.9%	85.4%	43.0%	57.8%	22.2%	77.3%	28.3%	1.1%	17.9%
爱玛科技	129.05	153.99	208.02	210.36	5.99	6.64	18.73	18.81	796	867	1077	1074
YOY	23.8%	19.3%	35.1%	1.1%	14.8%	10.9%	182.1%	0.4%	40.6%	8.9%	24.2%	-0.3%
九号公司	4.32	12.01	24.31	42.32					11	42	83	147
YOY		177.9%	102.4%	74.1%						281.8%	96.7%	77.9%
绿源集团	23.88	34.30	48.03	50.97	0.40	0.59	1.18	1.46	147	195	242	
YOY	-4.5%	43.6%	40.0%	6.1%	-42.1%	47.1%	99.2%	23.4%		32.3%	24.4%	
新日股份	50.68	42.81	49.04	41.06	1.02	0.11	1.62	0.88	255	229	259	224
YOY	65.9%	-15.5%	14.5%	-16.3%	44.8%	-88.9%	1326.2%	-45.7%	42.6%	-10.3%	13.3%	-13.4%
小牛电动	24.44	37.05	31.69	26.52	1.69	2.26	(0.49)	(2.72)	60	104	83	71
YOY	17.7%	51.6%	-14.5%	-16.3%	-11.3%	33.9%			42.6%	72.7%	-19.9%	-14.6%

数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

### 2.3.2、政策密集出台或推动行业整合加速，看好龙头把握“窗口期”机遇

政策积极变化下，行业出清、整合再加速。2024 年，电动两轮车行业政策密集出台，且相关负责部门及地方响应速度，展现出国家对电动自行车行业全链条整治的决心和行动力。我们预计本次政策密集出台加码或助推行业出清、整合再加速，中小厂商或面临产品监管趋严、生产端成本增加及产品研发推新投入增加三重压力，将被倒逼逐步退出市场竞争。另一方面看，头部品牌在产品研发储备及合规经营方面明显领先行业，有望在格局优化中获得超额增长。

表1：2024 年电动两轮车行业政策密集出台

时间	部门	政策内容
2024 年 4 月 7 日	工业和信息化部	就申请立项的《电动自行车安全技术规范》(新国标) 强制性国家标准修订计划项目予以公示，并公开征集反馈意见。
2024 年 4 月 13 日	商务部等 14 部门联合	《推动消费品以旧换新行动方案》发布，坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求协同发力，顺应消费市场新形势新趋势，坚持中央财政和地方政府联动，以提高

时间	部门	政策内容
		技术、能耗、排放等标准为牵引，以政策为激励，以畅通循环为驱动，逐步建立“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制。同时提出，参照汽车、家电以旧换新相关做法， <b>有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作</b> ，有效防控老旧电动自行车安全风险。
2024年4月12日	国务院常务会议	国务院总理李强4月12日主持召开国务院常务会议， <b>部署开展电动自行车安全隐患全链条整治工作</b> 。会议提出要注重疏堵结合，完善配套服务和支撑政策，大力推进充电设施建设、蓄电池以旧换新等工作，在加强安全监管同时更好满足群众生活需求。
2024年4月25日	工业和信息化部、市场监管总局	由工业和信息化部组织起草的《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》强制性国家标准已由市场监管总局（国家标准委）发布。《技术规范》从单体电池和电池组两个层面规定了适用于《电动自行车安全技术规范》（GB 17761）的电动自行车用锂电池的安全要求和试验方法。
2024年4月25日	工业和信息化部	组织完成《电动自行车用充电器安全技术要求》强制性国家标准第1号修改单(征求意见稿)的编制工作。
2024年4月30日	工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局	联合印发了《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》，目的为加强电动自行车行业管理，促进电动自行车企业规范化发展，提升电动自行车产品质量安全水平，推动我国电动自行车行业高质量发展。
2024年7月30日	工业和信息化部	发布《拟公告符合电动自行车行业规范条件企业名单（第一批）的公示》即电动自行车第一批白名单企业公示，雅迪、爱玛、台铃、绿源，共计4个品牌入选。

资料来源：工业和信息化部官网、工信微报微信公众号、中国新闻网、开源证券研究所

图9：九号前瞻储备，新推的全新电自车型 Xyber



资料来源：九号电动微信公众号

图10：雅迪发布会重申四大实用科技



资料来源：雅迪电动车微信公众号

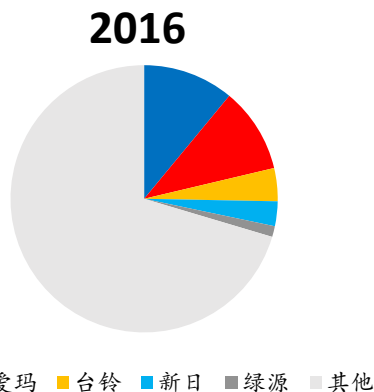
### ■ 《新国标》修订在即，刺激市场换购需求

复盘 2019 年新国标，头部企业更能抓住政策“窗口期”机遇，行业“2+N”竞争格局加固。2019 年随着《新国标》政策的实施，部分中小企业因无法满足合规要求逐步被驱逐出市场，专注产品质量与品牌影响力提升、优化渠道布局与供应链管理的企业脱颖而出，市场份额逐步向行业头部企业集中，企业分层明显。2016 到 2021 年，雅迪控股、爱玛科技龙头地位凸显，其中雅迪品牌市场占比从 11% 增至 34%，爱玛品牌从 10.3% 增至 19.5%，台铃、新日、绿源等紧随其后。由此可见，雅迪、爱玛等头部品牌市场表现强劲，超额享受政策切换红利，电动两轮车市场加速向头部企业聚集。



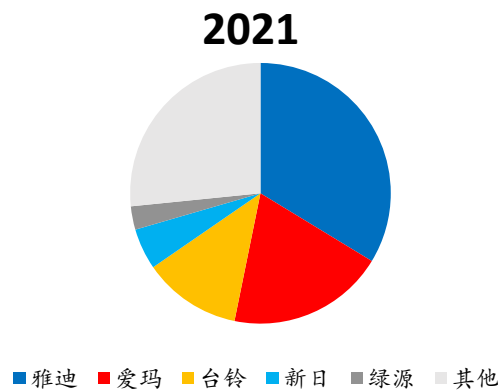
展望新国标修订，我们预计，新国标修订将聚焦电池安全及整车质量等方面。总体方向将电池安全、阻燃放于重要位置，对电池、控制器等部件生产、安装做出更细化规定，修补原有版本漏洞，有利于《新国标》规定更好执行落地，刺激市场换购需求。同时，增加安装北斗模组、通讯系统等规定，整车生产成本或有增加，拉高行业进入门槛同时加快中小品牌出清。

图11: 2016年雅迪品牌市占率约为11%



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图12: 2021年雅迪品牌市占率为34%



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

### ■ 《电动自行车行业规范条件》及锂电新规颁布，成本端拉高行业准入门槛

工信部发布电动自行车行业规范及锂电新规，成本端拉高行业准入门槛。2024年5月工信部等三部门联合印发《电动自行车行业规范条件》及《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》（锂电新规）。《行业规范条件》文件对企业布局、产品生产及质量检查等产业链各个方面提出了更高、更细要求，从成本端拔高行业准入门槛；锂电新规从源头规范锂电池生产，清退非合规产品，已达到减少使用过程中火灾等安全事故发生率目的。

《行业规范条件》首批白名单企业公示，行业出清或进一步加速。2024年7月30日，工信部发布《拟公告符合电动自行车行业规范条件企业名单（第一批）的公告》即电动自行车第一批白名单企业公示，雅迪、爱玛、台铃、绿源，共计4个品牌入选，预计后续将分批次公示其他上榜企业。白名单制度加快落地，将加速行业进一步出清，一方面，我们预计入选企业在新国标产品审核、以旧换新补贴等政策上享有更多优待，加大行业竞争优势；另一方面，从《行业规范条件》细则及首批入选品牌名录看，入选企业需符合焊接自动化率达到70%以上、检测设备原值不少于100万元、每年自主开发车型不少于10款等硬性标准，首批仅入选四家品牌，入选名单条件严苛，中小品牌淘汰率将进一步提高。

表2: 《电动自行车行业规范条件》出台拉高行业进入门槛

规范项目	重点内容
	企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的金属料件切割、弯曲、焊接、电泳设备或生产线， <b>焊接自动化率达到70%以上</b> ，鼓励采用自动焊接机器人。
工艺装备（生产端）	企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的塑料、金属零部件自动化喷涂、烘干生产线，所有喷涂及烘干工序应设在独立的封闭车间内，排放达到法律法规要求。 企业应具有与电动自行车整车产能相匹配的装配生产线，工序设置应满足规模生产要求，应有车架上下碗组装机等装配设备，电动或气动装配工具应达到流水线

	上产品工艺设计总工位的 70%。
	企业应具有电动自行车整车产能相匹配的底盘测功机、车架振动试验机、步入式环境试验箱、磁粉测功机、绝缘耐压测试仪、充电器测试仪、控制器测试仪等必要的检验检测设备， <b>设备原值不少于 100 万元。</b>
产品质量与管	企业生产或采购的电动自行车整车、充电器、锂离子蓄电池等产品，应当符合相应的国家标准要求。
理	企业或所属集团 <b>每年自主开发车型不少于 10 款</b> 、研发投入不少于上一年主营业务收入的 2%。企业主要电动自行车产品具有技术发明专利。

资料来源：工信微报微信公众号、开源证券研究所

**表3：《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》条例聚焦生产安全**

《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》重点内容	
技术规范发布意义	通过规范电动自行车用锂离子蓄电池产品设计、生产和销售过程，将有效提升电动自行车用锂离子蓄电池的本质安全水平，减少使用过程中火灾等安全事故发生率。
车辆适用电池	适用于《技术规范》中规定的最大输出电压不超过 60V 的电动自行车用锂离子蓄电池。不适用于电动滑板车、平衡车、电动摩托车、电动三轮车等车辆使用的锂离子蓄电池。
车辆适用锂电池	常见的电动自行车用锂离子蓄电池主要有锰酸锂电池、磷酸亚铁锂电池和三元锂电池等。《技术规范》针对单体电池规定了严格的过充电（1.5 倍）、针刺等测试，高镍体系三元锂电池很难通过上述测试，今后将难以应用在电动自行车领域。
锂电池本质安全提升措施	从电气安全（包括过充、过放、外部短路、温度保护等）、机械安全（包括挤压、加速度冲击、振动等）、环境安全（包括低气压、温度循环、浸水等）、热扩散、互认协同充电、数据采集、标志等七个方面设置了电池组的产品安全准入门槛，提升了锂离子蓄电池的本质安全水平。

资料来源：工业和信息化部官网、开源证券研究所

## 3、逻辑二：回归产品维度高质量竞争，头部品牌盈利能力提升逻辑顺畅

### 3.1、品牌主导行业摆脱低价内卷，回归产品维度高质量竞争

**头部品牌回归中高端产品推新，行业新一轮价增逻辑孕育。**行业经过几轮价格战，验证其对销量拉动的边际效应已显著递减，各大品牌回归中高端产品推新策略，我们从各个品牌新品推新分析，各大品牌 2024 年推新新品价位大多在 3000 元+，并侧重产品智能化功能的迭代更新，同时有意缩减终端门店 2500 元以下的产品上样。我们认为电动两轮车该轮的产品中高端产品升级，是由供应品牌端发起的行业产品升级变革，与消费降级的大背景及行业总量增速放缓关联性不大，且相较于用户端自行发起的消费需求，将更具备持久性，行业新一轮价增逻辑孕育。

表4：2024年头部品牌推新以中高端车型为主

系列	爱玛仰望	雅迪 M85-M	台铃超能 S·苍穹	九号远行者 F2z
图片				
上市时间	2023年12月1日	2024年2月	2024年4月	2024年4月
最高时速	50km/h	52km/h	70km/h	
续航里程	100km+	100km+	100km+	110km+
制动	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹	前后碟刹
价格(元)	3999	4690	4399	5399
智能化功能	蓝牙智能操作系统、引擎专用闪电充电器	蓝牙解锁等12项功能	支持鸿蒙智联，无感蓝牙控车	TCS牵引力控制系统、真智能操作系统（提供个性化音效、无钥匙启动、手机解锁、智能推送、行车记录等）

资料来源：各品牌淘宝旗舰店、开源证券研究所

行业消费用户的价格偏好走向多元，价格接受程度高的外卖骑手、追求时尚个性化用户等群体消费需求新起，高端化产品市场潜力较大。线上销售高端化趋势已显，久谦数据显示，天猫渠道4000价位段以上电自/电摩销量占比由2020年的1%/14%提升至2024Q1的22%/65%；京东渠道4000价位段以上电自/电摩销量占比由2021Q2的19%/26%提升至2024Q1的26%/68%。

图13：线上数据为例天猫/京东电动两轮车 4000元+价位段销量占比不同程度提升（单位：%）

天猫自行车	2019	2020	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<2000元	46%	57%	66%	61%	57%	70%	50%	57%	52%	43%	60%	68%	45%	39%
2000-3000元	49%	37%	26%	26%	33%	17%	32%	19%	18%	29%	16%	17%	19%	28%
3000-4000元	4%	5%	7%	9%	7%	8%	9%	12%	13%	10%	7%	7%	10%	11%
4000-5000元	0%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	4%	6%	6%	10%	4%	10%	6%
>5000元	0%	0%	0%	2%	1%	3%	6%	9%	10%	10%	7%	5%	17%	16%

天猫摩托车	2019	2020	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<2000元	2%	2%	4%	5%	3%	2%	1%	2%	2%	0%	2%	0%	0%	0%
2000-3000元	36%	42%	35%	34%	18%	24%	18%	22%	38%	11%	6%	17%	10%	7%
3000-4000元	52%	42%	38%	32%	39%	48%	38%	42%	27%	34%	33%	31%	19%	27%
4000-5000元	7%	9%	14%	16%	18%	16%	26%	20%	19%	27%	27%	30%	27%	23%
>5000元	3%	5%	9%	13%	23%	11%	17%	14%	15%	28%	32%	22%	44%	42%

京东自行车	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<2000元	37%	42%	34%	47%	59%	56%	50%	38%	41%	44%	50%	37%
2000-3000元	26%	28%	34%	21%	22%	22%	21%	30%	24%	21%	16%	16%
3000-4000元	18%	18%	18%	18%	11%	13%	15%	12%	8%	22%	16%	21%
4000-5000元	15%	9%	10%	9%	6%	6%	8%	10%	20%	9%	9%	12%
>5000元	4%	4%	4%	5%	2%	3%	6%	10%	8%	4%	9%	14%

京东摩托车	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<2000元	13%	11%	10%	10%	18%	10%	11%	1%	1%	4%	3%	2%
2000-3000元	25%	22%	26%	27%	30%	65%	42%	34%	10%	18%	28%	10%
3000-4000元	33%	38%	41%	42%	29%	19%	28%	30%	25%	28%	22%	20%
4000-5000元	15%	18%	12%	7%	12%	4%	9%	18%	37%	24%	26%	35%
>5000元	11%	12%	12%	14%	11%	3%	10%	16%	27%	26%	21%	33%

数据来源：久谦数据、开源证券研究所（注：图中数据为各个价位段销量比重）

### 3.2、对比白电龙头，两轮车龙头盈利能力仍有提升空间

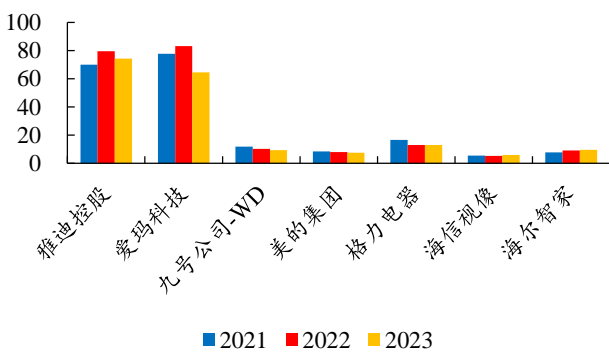
对比白电龙头，两轮车龙头公司高周转拉动下 ROE 水平较高，盈利能力仍有提升空间。我们选取产品同样偏刚需性质且竞争格局同样集中的白电进行对比。杜邦分析来看，同为行业龙头公司的雅迪控股、爱玛科技 ROE 处于较高水平，驱动因素主要来源于较高的资产周转及较大的财务杠杆，细分来看，雅迪控股、爱玛科技因掌握较大产业供应链议价权，上下游占款能力表现强势，对经销商采用款到发货形式，并相较于小厂更容易获得上游供应商的有利账期。数据拆分看，雅迪控股、爱玛科技 2023 年应收账款周转率分别为 74.4/64.6 次，显著高于白电龙头公司；应付账款周转率分别为 2.1/2.0 次，低于白电龙头公司。盈利能力来看，白电龙头通过行业小厂出清下市占率提升、渠道管理优化、供应链降本增效毛、净利率已提升稳定在合理水平，借鉴白电龙头公司盈利能力提升路径，我们认为两轮车行业刚刚进入高质量发展阶段，相关政策条例正逐步落地、龙头规模化生产效应仍有释放空间，看好盈利能力提升逻辑逐步兑现。

图14：雅迪控股、爱玛科技 ROE 领先白电龙头

	ROE(%)			销售毛利率 (%)			净利润率 (%)			总资产周转率 (次)			权益乘数 (倍)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
雅迪控股	33.86	38.79	35.10	15.2%	18.1%	16.9%	5.1%	7.0%	7.6%	1.52	1.40	1.38	4.38	3.98	3.36
爱玛科技	17.46	32.04	26.07	11.4%	15.9%	16.1%	4.3%	9.0%	9.0%	1.34	1.30	1.09	3.02	2.72	2.66
九号公司-WD	10.30	9.82	11.55	22.9%	25.7%	26.5%	4.5%	4.4%	5.8%	1.28	1.18	1.00	1.79	1.86	1.96
平均	20.54	26.88	24.24	16.5%	19.9%	19.8%	4.6%	6.8%	7.5%	1.38	1.29	1.16	3.06	2.86	2.66
海尔智家	17.82	16.98	16.86	30.5%	30.6%	30.9%	5.8%	6.0%	6.4%	1.08	1.07	1.07	2.87	2.62	2.48
美的集团	23.59	22.07	22.05	22.4%	24.1%	26.3%	8.5%	8.6%	9.0%	0.92	0.85	0.82	3.10	3.03	2.97
格力电器	21.08	24.46	27.18	23.8%	25.4%	29.8%	12.0%	12.1%	13.5%	0.63	0.56	0.56	2.74	3.37	3.39
海信家电	9.67	13.13	22.61	19.7%	20.7%	22.1%	3.5%	4.1%	5.6%	1.38	1.33	1.41	4.86	5.09	4.83
平均	18.04	19.16	22.17	24.1%	25.2%	27.3%	7.4%	7.7%	8.6%	1.00	0.95	0.97	3.39	3.53	3.42

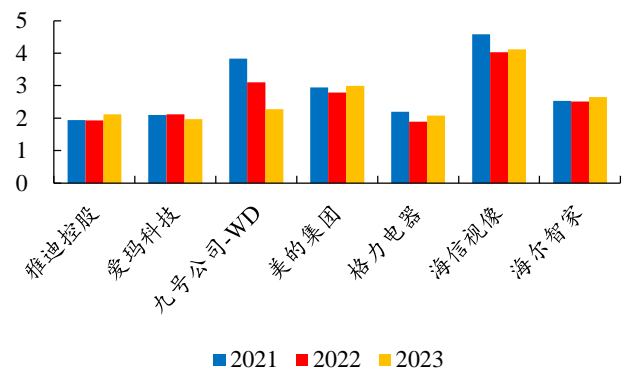
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：爱玛科技、雅迪控股应收账款周转率表现亮眼(单位：次)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：爱玛科技、雅迪控股应付账款周转率低于白电龙头企业(单位：次)



数据来源：Wind、开源证券研究所

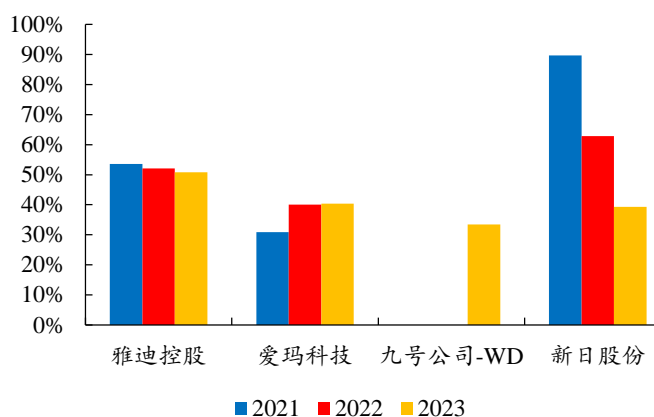


## 4、逻辑三：行业龙头兼具高股息、稳分红特点

以红利风格投资逻辑看，电动两轮车龙头雅迪控股、爱玛科技兼具高股息、分红稳特点。

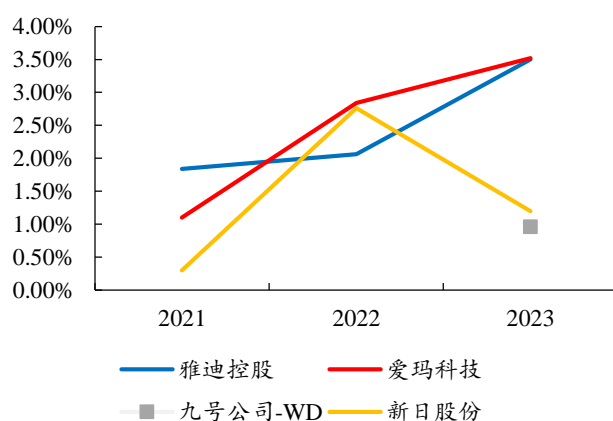
行业龙头股利支付率稳定高位，股息率稳步提升。从行业个股看，2022-2023年雅迪控股股利支付率稳定在50%以上，爱玛科技股利支付率稳定在40%，均处较高水平。股息率方面，2023年雅迪控股、爱玛科技股息率分别为3.50%/3.52%，显著高于十年期国债收益率(据Wind数据,2024年7月31日十年期国债收益率2.15%)。

图17：雅迪控股、爱玛科技股利支付率维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：雅迪控股、爱玛科技股息率表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

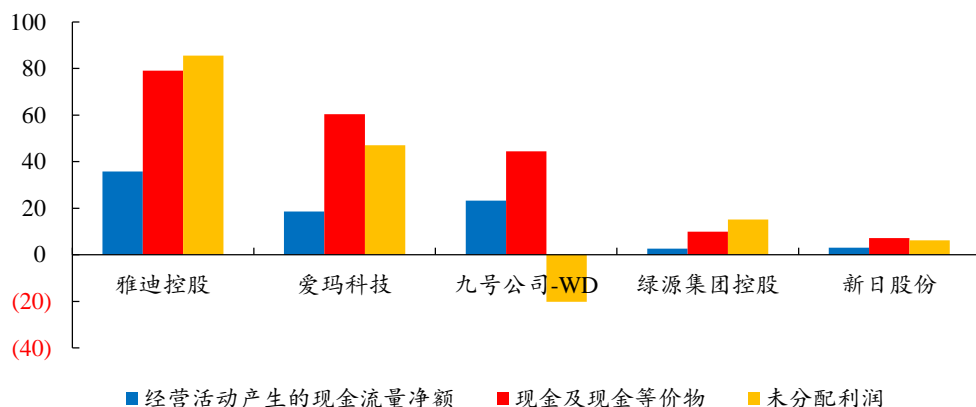
现金流水平表现亮眼、资金储备充实，龙头具备持续分红能力。我们从企业的未分配利润及现金流水平分析，雅迪控股、爱玛科技2023年经营活动净现金流分别为35.8/18.6亿元，未分配利润(储备)分别高达85.6/47.0亿元，现金流水平表现亮眼且有较强的资金储备，为两家企业实现持续、稳定分红提供强有力保障。

图19：雅迪控股、爱玛科技现金流水平表现亮眼、资金储备充实(单位：亿元)

	经营活动产生的现金流量净额			现金及现金等价物			未分配利润		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
雅迪控股	36.9	30.8	35.8	60.7	67.8	79.1	48.0	68.4	85.6
爱玛科技	20.9	50.5	18.6	28.5	55.4	60.3	24.3	40.1	47.0
九号公司-WD	(1.6)	15.9	23.2	16.9	27.0	44.5	(30.7)	(26.2)	(20.2)
绿源集团控股	1.4	5.1	2.6	2.2	4.0	9.9	5.5	6.7	15.2
新日股份	2.7	4.3	3.0	7.6	8.6	7.2	5.0	6.4	6.2

数据来源：Wind、开源证券研究所(注：雅迪控股、绿源集团控股“未分配利润”为“储备”项披露数据)

图20：2023年雅迪控股、爱玛科技、九号公司经营现金流净额表现领先行业（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

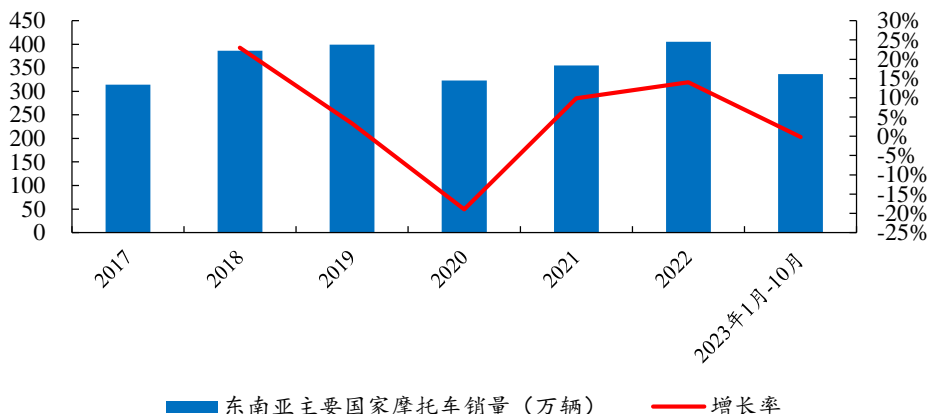
## 5、逻辑四：海外东南亚市场潜力可观，拓宽行业长期成长边界

2023年海外东南亚市场“油改电”驱动下市场扩容逻辑正持续兑现中，地区两轮车需求仍强劲。

政策端看，地区顶层政策持续加码，大力支持电动两轮车发展。2023年印尼政府制定了到2025年将20%的燃油二轮车转换为电动车、电动二轮车；同时承诺在2050年之前全面停止销售燃油车。2023年3月，印尼宣布将向25万辆电动摩托车的购买者发放每辆700万印尼盾(约3200元人民币)的补贴。此外，泰国、越南等政府也在持续致力于促进电动交通，推出建立完善充电基础设施等措施。

销售端看，地区仍存百万级别销售市场，电动化率有望提升。东南亚地区主要国家马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国每年的摩托车销量合计仍在300万辆以上，根据ASEAN统计数据，东南亚主要国家（马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国）2022年销售合计为405万辆（+14.05%），销量同比提升明显，2023年1月-10月销量为336万辆（-0.23%）。同时国际可再生能源机构（IRENA）对地区电动化率做出乐观预判，至2025年东南亚道路上约20%的车辆将是电动车辆。因此，我们预期东南亚市场电动化率仍有提升空间，叠加地区两轮车需求饱满，东南亚地区电动两轮车的销售市场潜力较大。

图21: 2023年1-10月东南亚主要四国摩托车销量为336万辆



数据来源: ASEAN、开源证券研究所 (注: 该数据指马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国四国家销售量总和)

产品品牌端看, 国产品牌进入加速扩张, 钠电技术有望推动产品迭代。日本品牌在东南亚摩托车市场入局较早, 已占据绝对的市场份额, 日系摩托车市占率为 80% 左右。其中, 本田和雅马哈表现最为突出, 2022 年本田在越南/泰国/菲律宾摩托车市场市占率分别为 72.1%、76.7%和 43.5%, 雅马哈市占率分别为 25.5%/16.5%/35.1%; 中国品牌雅迪、爱玛等作为行业较新入局者, 借助电动化东风, 进入加速扩张期。细看行业公司发展策略及产品, 我们预计行业存在两方面的变革趋势:

(1) 看重电动化产品的迭代推新: 传统强势品牌本田、雅马哈、铃木等都将电动两轮车作为未来产品迭代的主力方向, 雅马哈计划到 2035 年实现产品的 20% 电动化, 2050 年将新车销量的 90% 改为电动车。本田表示将在 2025 年前将推出 10 款以上纯电动二轮车, 并计划在 2030 年销售 350 万辆纯电二轮车, 约占到全球销量 15%。

(2) 钠电技术推出有望助力中国品牌弯道超车: 对比东南亚市场热销产品, 国产电动两轮车产品仍存在产品重量较重及高速骑行下产品续航缩短明显的问题, 雅迪、台铃、绿源等企业目前已经加大钠电池技术及相关产品量产研发, 我们预计钠电池或可凭借高能量密度和低重量优势, 攻克市场产品痛点。

表5: 对比燃油摩托车, 电动摩托车仍存在产品质量重、续航短的消费痛点

产品	燃油摩托车			电动摩托车	
	雅马哈 FreeGo S	本田 Wave RSX	本田 Vision	雅迪 Voltguard	VinFast Felize S
外观					
类型	踏板车	弯梁摩托车	踏板摩托车	TTFAR 石墨烯电池电动踏板车	电动智能踏板车
整车重量 (kg)	102	98	98	129	110

	燃油摩托车			电动摩托车	
排量/带电量	124.9CC			72v · 38Ah	3.5kW · h
最高速度				50 km/h	78 km/h
续程	206km	256km	265km	100km	194km
价格(元)	9982	6876	10665	8153	8153

资料来源：各品牌海外官网、开源证券研究所

**表6：国产品牌海外布局加速**

	品牌	海外业务及其规划
日系品牌	本田	全线两轮车产品力争在 2040 年实现碳中和。公司还表示，将在 2025 年前将推出 10 款以上纯电动二轮车，并计划在 2030 年销售 350 万辆纯电二轮车，约占到全球销量 15%。
	雅马哈	计划到 2035 年旗下的二轮车要实现 20% 的电动化，2050 年将新车销量的 90% 改为电动车。
	铃木	计划在 2030 年前推出 8 款全新的电动机车，并期望其电动二轮车的销售占比能达到 25%
	川崎	计划在 2035 年前，将其在发达国家的主要车型转为非汽油摩托车。
国产品牌	雅迪	根据公司海外官网，公司共拥有 82 家海外门店，主要以东南亚为主，其中越南门店布局已经较为成熟；海外产品：拥有电动两轮车、电动摩托车、电动滑板车和电动助力车四条产品线，产品 SKU 相对丰富，2023 年推出 KEMPER 等新品。
	爱玛	根据 Google Map 数据，公司共拥有 15 家海外门店，门店布局较为分散，后续公司门店拓展主要以东南亚市场为主；拥有电动两轮车、电动摩托车、电动滑板车和电动助力车四条产品，产品 SKU 相对单一。
	绿源	通过与海外经销商合作，产品已出海至包括泰国、印尼、菲律宾等在内的 27 个国家，截至 2023 年 5 月，公司共拥有 40 家海外经销商。针对东南亚市场主推 S-30、极影、INNO9-lite 等产品。

资料来源：雅迪电动车海外官网、Google Map、绿源集团控股招股说明书、白鲸出海微信公众号、开源证券研究所

## 6、重点公司推荐：推荐强阿尔法+成长性标的九号公司及行业龙头雅迪控股、爱玛科技

### 6.1、九号公司：产品、渠道共振，两轮车业务逆势增长

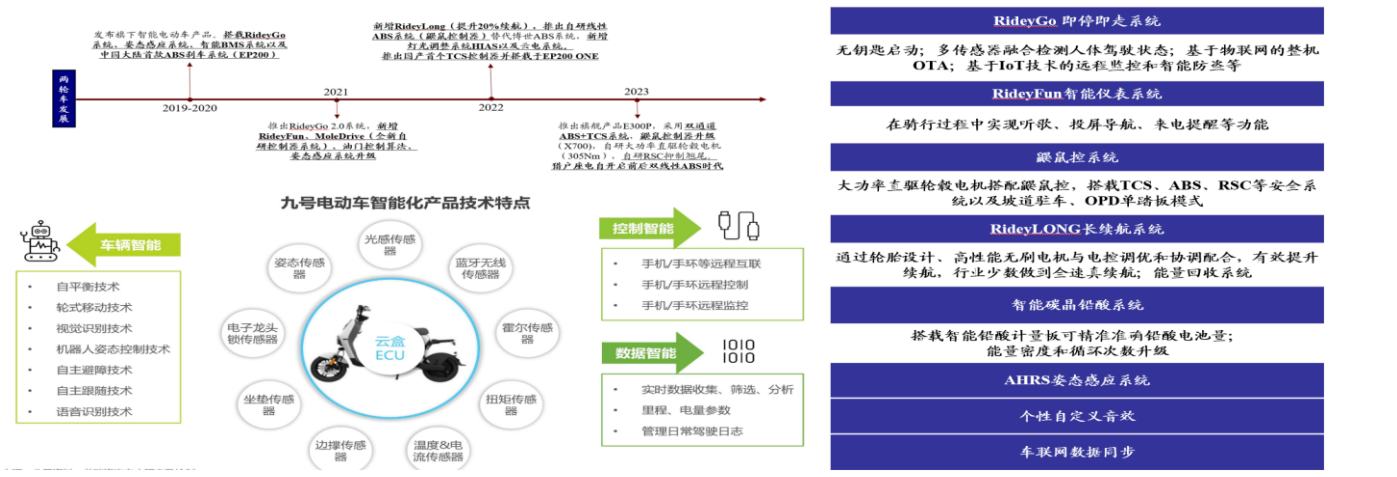
2023/2024H1 两轮车行业产品结构和品牌分化明显，公司逆势增长，或系几方面原因：(1) 底层原因是智能化创新为行业带来了新的客群和需求。艾瑞咨询数据显示，2021-2024 年行业年轻客群占比提升显著，从 2021 年的 11% 提升至 2024 年的 21.2%。公司通过外观升级、智能化技术和精准营销成功触达年轻客群。且有车一族人群开始向下购买智能化两轮车。(2) 供给侧和客群变化带动行业结构升级，公司凭借产品竞争力逐步进入 4000 元以上价位段份额第一梯队。(3) 产品矩阵丰富，2020 年以来公司推新速度逐年加快，电自形成 F/M MAX/Dz 猎户座/V 系列为核心的产品矩阵，电摩形成 M/N/Q/E 系列为核心的产品矩阵。(4) 2023 年以来渠道加速扩张，新开店以及同店增长带来增量。



## 6.1.1、智能化定义产品为行业带来新的需求和增量

不同于传统轻智能概念，公司通过云盒 ECU 融合多个传感器实现“真智能”，同时行业率先引入并定义多种安全智能驾驶功能。(1) 智能驾驶方面，自研并定义 RideyGo、RideyFun、RideyLONG 系统，行业领先实现投屏导航功能。乘坐感应器避免用户未上车启动，姿态传感器监测车辆异常状态并提醒，温度&电流传感器辅助电池 BMS 系统更好管理与保护充放电等。(2) 安全驾驶方面，行业率先引入 ABS 系统并推出国产首个 TCS 控制器，2023 年行业领先推出 RSC 防翘尾功能。(3) 智能防盗方面，基于 GPS/北斗/基站基准定位、车联网系统等实现方便用户随时查看车辆相关信息、远程控车和人机交互等（行业少数能够做到全系车型实现远程关锁车功能）。(4) 数据智能方面，推出智能碳晶铅酸系统，搭载铅酸计量板实现电量精准监控等。

图22：不同于传统轻智能概念，九号公司通过云盒 ECU 融合多个传感器实现“真智能”，同时行业率先引入并定义多种安全智能驾驶功能

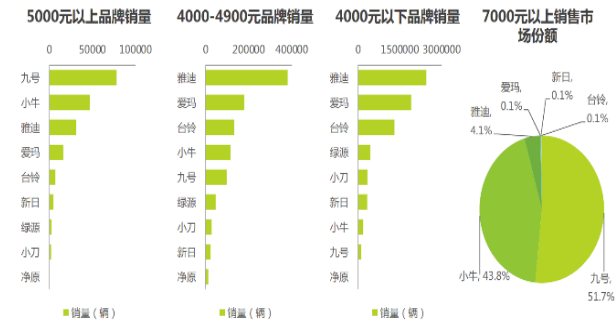


资料来源：艾瑞咨询、九号公司新品发布会、开源证券研究所

## 6.1.2、市占率维度：九号两轮车中高端市场份额持续提升

中高端市场中，九号份额持续提升。根据艾瑞咨询，2023 年 2 月线下调研数据显示九号位列 5000 元+价位段份额第一。但 2023 年全年调研数据显示，九号 4000 元+价位段销量已超 40 万台，与雅迪同位列第一梯队，预计绝对规模以及份额均有显著提升。

图23：2022 年线下调研显示九号位列 5000 元+价位段销量份额第一（2023 年 2 月调研情况）



来源：鲁大师数据实验室，鲁大师两轮电动车行业研究报告（2023年2月）。

资料来源：艾瑞咨询

图24：2023 年线下调研显示九号/雅迪同位列 4000 元+ 价位段销量第一梯队

传统品牌主要占据4000元以下市场，九号领跑高端、超高端车型市场

根据鲁大师对全国销售量靠前的22座城市的线下调研数据显示，在4000元以下价位区间，传统品牌雅迪、爱玛、台铃依旧处于主导地位，而在4000元以上，乃至7000元以上价位的高端、超高端车型市场，九号品牌领先于雅迪、爱玛、小牛等品牌。



来源：鲁大师数据实验室，鲁大师两轮电动车行业研究报告，调研城市覆盖22座重点城市，调研统计周期为2023年1-12月。

资料来源：艾瑞咨询

### 6.1.3、产品维度：产品矩阵丰富，机器人团队赋能差异化优势抢占细分市场

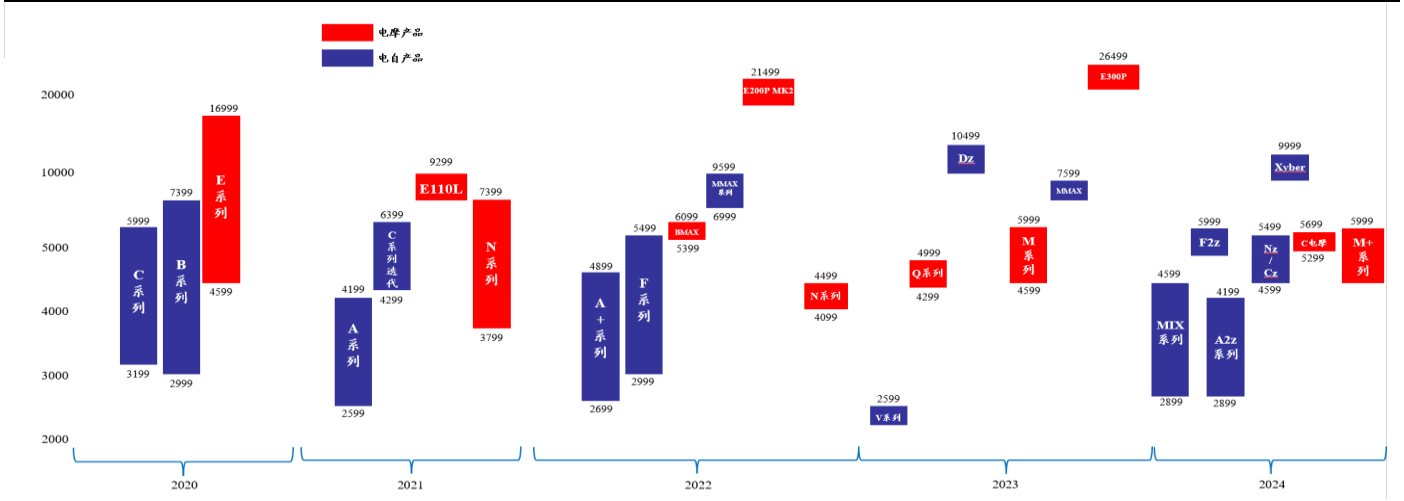
#### ■ 2020 年以来推新速度逐年加快，产品矩阵不断完善丰富

自 2020 年进入两轮车赛道以来，公司推新速度逐年加快，从每年推 3-4 款系列到 2024 年累计已推出 7 款系列产品，产品矩阵不断完善丰富。

(1) 电动自行车：2020 年仅有 2 款主销产品，至 2023 年已形成以 A+系列、F 系列、MMAX 系列、Dz 猎户座、V 系列为核心的产品矩阵，价格带覆盖 2500~10000 元，每个价格带均有拳头产品，其中 A+/F 系列存在互补（A+车型尺寸更小而 F 系列车型尺寸更大，同时 F 系列主打更长续航）。2024 年公司继续推出 F2z、MIX、A2z、Xyber 跨骑等多款新品，同时发布全新外观设计的妙想家 C 系列。

(2) 电动摩托车：2020-2021 年仅有 2 款主销产品，至 2023 年已形成以 M 系列，N 系列、Q 系列、E 系列为核心的产品矩阵，价格带覆盖 3500~25000 元，每个价格带均有拳头产品，其中 M/N 系列存在互补（M 系列较 N 系列续航更长且升级了刹车和减震系统，价格略高于 N 系列）。2024 年公司继续推出全新外观设计的妙想家 Cz90 以及热销 M 系列产品迭代款 M+ 系列，预计后续还将推出热销 E 系列的迭代款产品。

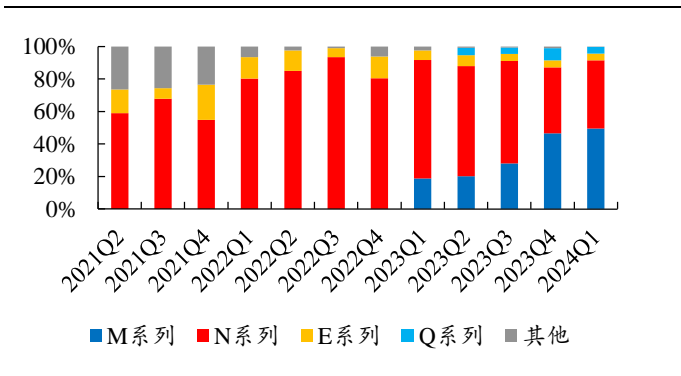
图25：2020年进入两轮车赛道以来公司推新逐年加快，产品矩阵不断完善丰富（电动自行车/电动摩托车各价格带均有拳头产品，重合价格带产品间有互补）



资料来源：摩托范、京东九号电动旗舰店、九号公司官网、开源证券研究所（注：价格数据截至2024年7月25日）

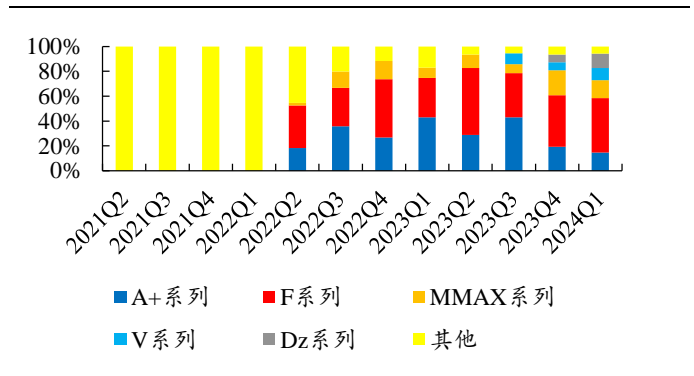
从线上数据上看，电动摩托车以M/N系列为主，电动自行车以F系列为主。(1) 电动摩托车：早期以N系列为主，M系列推出后凭借更强的产品优势销量占比快速提升。以85C型号为例，相较于N系列，M系列续航更长的同时升级了减震系统和刹车系统但定价略高于N系列。(2) 电动自行车：形成以A+系列、F系列、MMAX系列、Dz猎户座、V系列为核心的产品矩阵（A+系列与F系列价格带有所重合，F系列主打更长续航），其中F系列凭借强竞争力占据30%+销量比重，V系列定位2000-3000价格带占据10%左右销量比重，Dz猎户座定位10000元左右价格带占据10%左右销量比重，MMAX系列定位7000-10000元价格带占据10-20%左右销量比重。2024年公司推出A2z系列电自产品，相较于A+系列提升了续航。

图26：电动摩托车中M和N系列占据线上主要销售比重



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图27：电动自行车中F系列占据线上大部分销售比重，A+/MMAX/Dz/V系列



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

### ■ 智能化优势的背后是公司机器人团队的赋能

2015年公司正式成立机器人研发团队，公司创始人及高管团队、机器人事业部核心人员大多具备机器人/工科背景。公司创始人及高管高禄峰、王野、陈中元、刘淼均毕业于北京航空航天大学，具备机械工程或机器人相应背景。公司AI及机器人

技术研究院院长**陈子冲**毕业于清华大学，曾于华为研发双目视觉算法，2015年加入公司主导路萌以及室内外配送机器人等项目。割草机项目负责人**任冠佼**为北航机器人领域博士，曾主导九号平衡车 PLUS 产品包括 UWB 定位。

**表7：九号公司高管以及机器人团队成员均具备机器人相关背景**

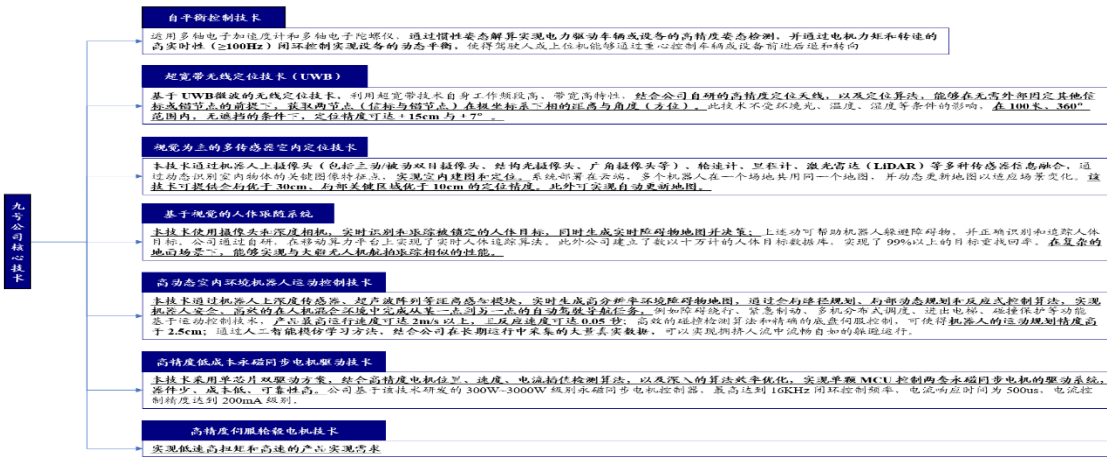
姓名	职位	履历
高禄峰	创始人兼董事长	毕业于北京航空航天大学，获得机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士学位。2012年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot，现任公司董事长。
王野	创始人兼 CEO	毕业于北京航空航天大学，获得机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院机械电子工程专业学士学位。曾任北京博创兴科技智能机器人业务负责人，2012年联合创办 Ninebot，出任北京市人工智能学会常务理事等
陈中元	董事、总裁	毕业于北京航空航天大学，获得北航机器人研究所工学说是学位及机械工程及自动化学院学士学位。2012年作为技术合伙人加入公司，主导和深入参与公司核心技术、核心产品和研发工作。
刘淼	CTO	北京航空航天大学机械电子工程博士，计算机学院博士后学位。2021年加入公司，曾任中国科学院上海微系统与信息技术研究所汽车电子工程中心副研究员以及浙江中科领航汽车电子技术总监
陈子冲	AI 及机器人技术研究院院长	本科毕业于清华大学电子工程系，完成基于 DSP 的卫星信标机的全套软硬件实现。后在瑞士联邦理工大学深造获得博士学位，其博士课题获得国家优秀自费留学生奖。回国后，加入华为媒体实验室，带领团队成功研发应用于华为机的实时双目视觉算法。2015年，陈子冲加入 Segway Robot 项目，致力于机器人导航等视觉感知算法的研发，主导了路萌机器人、Segway 室内与室外配送机器人、智能共享滑板车 T60 的产品研发。于 IROS 2019 国际机器人顶级会议以绝对优势获得了 Lifelong SLAM 挑战赛冠军。
任冠佼	未岚大陆 CEO	北京航空航天大学机器人博士，曾主导了九号平衡车 Plus 产品包括 UWB 定位、云台控制等功能的开发，拥有多年机器人研发及产品经验

资料来源：九号公司官网、九号机器人公众号、开源证券研究所

自 2015 年系统研发机器人产品以来，公司已积累包括室内外定位导航、机器人运动控制、高精度伺服轮毂电机等机器人关键技术。(1) 定位导航技术方面，公司已掌握 UWB 室内定位、RTK-GPS 室外定位、激光雷达/毫米波雷达、双目视觉/IMU (视觉惯导) 等核心技术。(2) 避障技术方面，公司掌握 激光+视觉融合、结构光摄像头、超声波传感器以及内置 AI 的传感器避障 (可检测识别物体) 关键技术。除核心定位导航和避障技术外，公司亦掌握计算机视觉 (识别人体数据) 核心技术。



图28：九号公司掌握自平衡控制、UWB/视觉定位、多传感器融合定位、运动控制和轮毂电机等多项技术



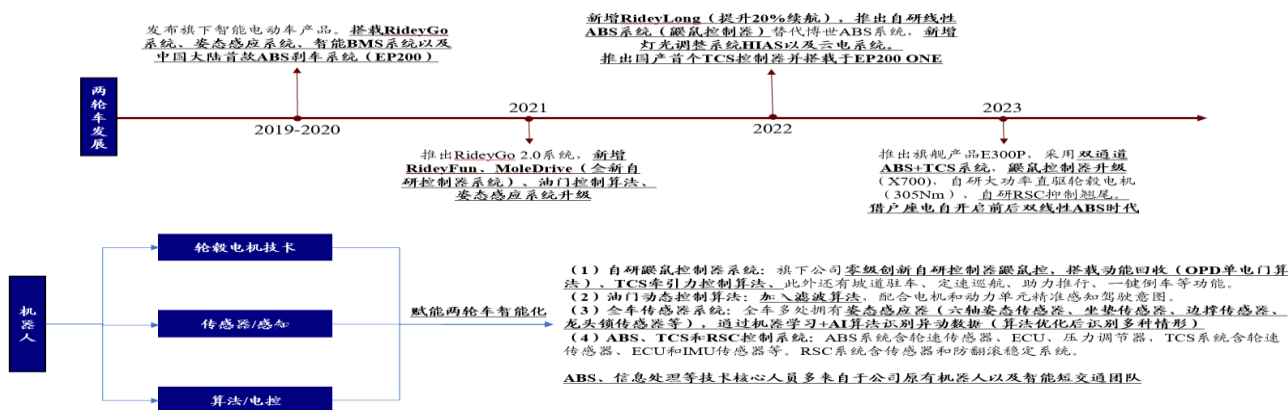
资料来源：九号公司招股说明书、九号公司公告、开源证券研究所

九号两轮车较为优秀的处理运算和驾驶辅助能力主要系上述滑板车底层技术和研发团队赋能。从两轮车发展史来看，公司先后自研并引入了ABS、TCS和RCS等主动安全辅助系统。感应方面，公司进入两轮车领域伊始便引入了姿态感应系统，全车多处传感器提供多种姿态识别，随后通过机器学习+AI算法提高车辆状态识别能力。控制方面，公司联合旗下公司零级创新推出了自研的**鼹鼠控 MoleDrive**，配合传感器实现坡道驻车、助力推行等智能化功能。

(1) 两轮车多项智能化技术需算法、电控和传感器配合，而传感器/算法/电控为公司机器人和短交通业务核心底层技术。ABS、TCS核心主动安全辅助系统需轮速传感器与ECU控制配合；RideyLong自研L级电控算法+高效率电机提升续航；OPD单电门算法实现动能回收；姿态感应系统运用机器学习+AI算法识别车辆倾斜、非正常移动、翘车等多种情形；防盗传感器布局全车多处。

(2) ABS、信息处理等技术核心人员多来自于公司原有机器人以及智能短交通团队。主导两轮车检测系统、ABS系统、信号处理系统和电机控制器的袁玉斌为零级创新CEO，早期便进入九号公司曾负责控制算法、定位算法、信息处理等底层技术。

图29：两轮车核心智能化技术需算法+电控+传感器多方配合，九号公司原机器人以及智能短交通团队和底层技术可较好赋能两轮车智能化技术



资料来源：九号电动新品发布会、九号电动公众号、零级创新公众号、开源证券研究所

图30：深度学习+AI 算法识别车辆异动数据且持续可升级优化



资料来源：九号电动新品发布会

图31：九号电动车全车多处配备传感器

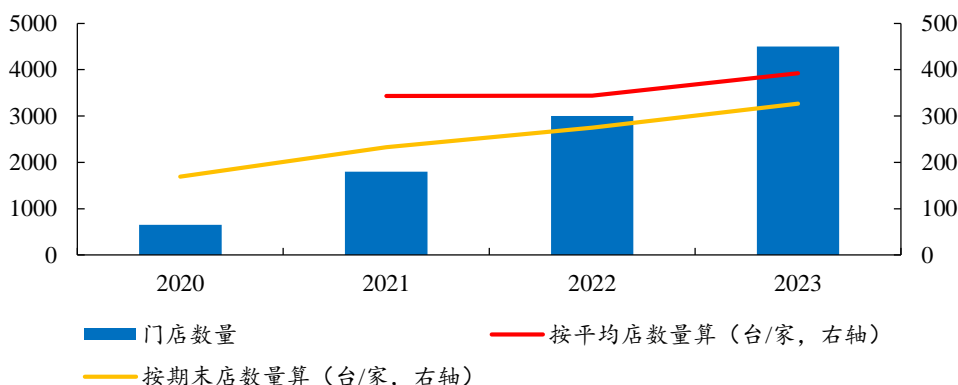


资料来源：九号电动新品发布会

### 6.1.4、渠道维度：2023 年以来渠道加速扩张，新开店以及同店店销增长带来增量

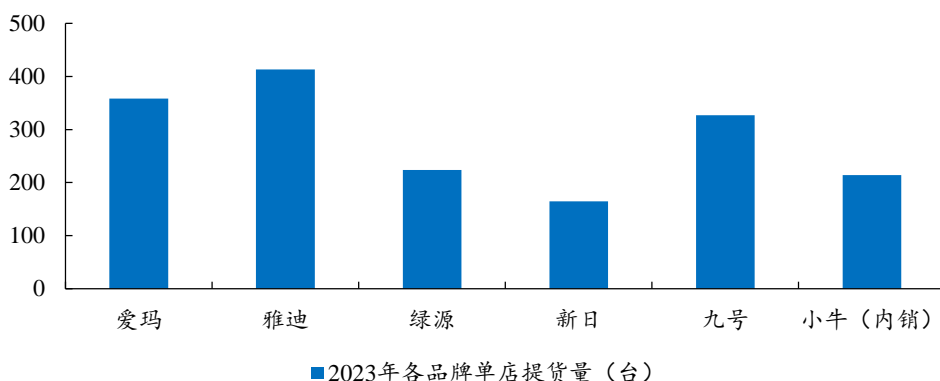
(1) 门店扩张加速带来的增量：2021/2022/2023 年分别新开门店约 1200/1200/1500 家，2024Q1 期末门店数量 5400 家（较 2023 年底新开门店 900 家），预计 2024Q2 期末门店数量超 6000 家，因此 2024H1 新开门店数量或已超 2023 年全年，全年开店数量有望超 7000 家。同比上看，2021/2022/2023/2024E 门店数量同比分别+177%/+67%/+50%/+56%。

(2) 门店店销的增长：按期末店数简单测算店销，2020-2023 年单店提货分别为 169/233/277/327 台，同比分别+38%/+19%/+18%。店销的增长或系：(a) 新开门店销售的爬坡；(2) 公司产品矩阵丰富以及大店数量的增加带来门店备货增长；(3) 随着品牌认知度打开，零售动销的增长反哺提货的增长。

**图32：2020-2023年渠道快速扩张的同时九号公司店效保持提升趋势**


数据来源：九号公司公告、开源证券研究所

长期上看，公司门店有望达 10000 家，店销或仍有提升空间。按期末店数简单测算各品牌店销，2023 年爱玛/雅迪/绿源/新日/九号/小牛（内销）单店店销分别为 358/413/224/164/327/214 台，九号单店店销已高于绿源、新日甚至小牛。公司渠道管控以及保护政策相对严格，预计不会在现有城市持续加密而是着重提高门店店销和盈利质量。渠道改革优化配合强产品竞争力，同时考虑到单一门店可辐射范围较同行高，我们预计公司单店店销有望逐步提升至龙头水平。

**图33：2023年九号单店店销已高于绿源、新日甚至小牛**


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 6.2、雅迪控股：国内提质增效，龙头优势仍足；前瞻性布局东南亚及钠电市场，打开中长期成长想象空间

2023 年公司实现主营业务收入 347.63 亿元(+11.9%)，净利润 26.40 亿元(+22.2%)。我们测算，2023H2 公司收入为 177.22 亿元(+4.2%)，净利润为 14.53 亿元(+15.1%)。公司 2023 年收入业绩增速亮眼，主要系电动自行车、电池及充电器的高销量推动。2024 年 4 月，公司出席国家发展改革委主持召开的大规模设备更新和消费品以旧换新第 1 次专题座谈会，受益于以旧换新政策明确，具体措施或后续逐步落地。

### 展望公司发展，收入端看：

(1) 国内：我们看好产品+渠道积累拉动市场收入稳增长。产品方面，2024 年

公司推出搭载全新 TTFAR 6.0 系统的冠能 6 代系列产品，其终端售价高于冠能 5 系列 1150 元，截至 3 月冠能 6 系列动销率达 35%，带动公司中高端产品（预计以冠能为主）占比重回 40%。渠道方面，2023 年底公司分销商数量达 4000 家，分销网点增加至超过 40000 个，渠道持续加密铸高公司竞争壁垒，2024 年我们预计公司将通过门店店效优化+门店扩张双向拉动公司营收规模扩大。

**(2) 海外：**市场或进收获期，助力公司二次成长。产能方面，进一步加大产能投入，新增与越南北江省政府签署投资备忘录，于北江省建设电动摩托车制造和装配厂（雅迪越南第二座工厂），设计年产能 200 万辆。产品方面，雅迪携 Trooper 01、Innovator 等 E-bike 产品于欧洲参展亮相，先后于越南市场发布 VoltGuard 滑板车、Fierider 电动摩托车和 Keeness 电动摩托车等新品。

**(3) 钠电：**钠电产品顺利推出，打造钠电以换代充新模式。2023 年，雅控股迪率先行业推出可批量化商用钠电池——极钠 1 号及 G25 等钠电池电动车。2024 年 3 月，雅迪联合美团首创“钠电以换代充”的全新模式，首次亮相深圳。

### 6.3、爱玛科技：2024Q1 单车盈利超预期，看好 2024Q2 业绩弹性表现

**公司整体营收业绩情况：**公司 2023/2024Q1 分别实现营收 210.4/49.5 亿元（同比 +1.1%/-9.0%），归母净利润 18.81/4.8 亿元（同比 +0.4%/+1.2%）；2024Q1 单车利润预计同比增长约 14%，盈利表现超预期。

短期业绩看，2024Q2 公司业绩进入低基数，公司产品销售有望进入量价齐升通道，弹性表现可期。中长期业绩展望，股权激励考核给予明确业绩增长目标：2024-2026 营收或净利复合增速均不低于 20%，彰显公司长期稳健经营信心。

**对外：**公司凭借领先于行业的消费洞察成功实现热销品持续打造，男性用户市场产品线进一步丰富。

2023 年底公司推出仰望系列（售价 3999 元），定位面向男性用户的高端电动摩托车，进一步补齐公司薄弱产品线条；成功实现上市即热销，区域单场订购量频频突破新高。2024Q2 公司中高端新品推新延续，打造高毛利产品奇趣蛋、趣味蛋，我们预计高毛利新品销售占比同比将持续提升，公司单车 ASP 及单车利润仍处上行通道。

**对内：**公司针对产品线进一步梳理、精简 SKU+归总产品线或使得资源投放更为精确。

2024 年爱玛对产品 SKU 进行全面梳理，精简 SKU 上样数量，该产品线梳理举措目的或为节约公司研发、开模成本，提高终端库存周转；同时有利于提升产品的用户精准匹配度及让总部营销资源更精准投放。

**股权激励发布，公司坚定发展信心彰显。**公司于 2024 年 1 月 29 日发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），激励计划拟向董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心技术（业务）人员 204 人授予的限制性股票 1,370 万股，约占公司股本总额的 1.59%。股权激励考核给予明确业绩增长目标：以 2023 年营收/净利润为基数，2024/2025/2026 营收或净利润增速不低于 20%/44%/72.8%，即 2024-2026 营收或净利复合增速均不低于 20%。该激励较 2023 年股权激励，业绩目标调整为均以 2023 年为基数，重申三年收入及业绩 20%复合增长目标，体现出公司并未因业绩短期丢失长期发展信心，我们预计在此激励下，公司将以更为积极的举措应对市场挑战。

## 7、投资建议及盈利预测

如上文分析，我们推荐强阿尔法+成长性标的九号公司及行业龙头雅迪控股、爱玛科技。

- (1) **九号公司**：产品、渠道共振，智能化定义带来新需求/新增量，强阿尔法彰显，看好两轮车业务持续高增。
- (2) **雅迪控股**：国内提质增效，龙头优势仍足；前瞻性布局东南亚及钠电市场，打开中长期成长想象空间。
- (3) **爱玛科技**：凭借领先于行业的消费洞察成功实现爆款持续打造，2024Q1 单车盈利超预期，看好全年业绩弹性。

表8：推荐九号公司、雅迪控股、爱玛科技

证券代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE（倍）				EPS（元/股）			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
689009.SH	九号公司-WD	买入	5.98	9.00	13.37	19.37	49.10	32.63	21.96	15.16	8.35	12.56	18.66	27.03
1585.HK	雅迪控股	买入	26.40	32.44	39.12	46.54	11.17	9.09	7.54	6.34	0.86	1.06	1.28	1.52
603529.SH	爱玛科技	买入	18.81	22.78	27.63	33.80	12.80	10.57	8.72	7.12	2.18	2.64	3.21	3.92

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测均为开源证券研究所预测，收盘日截至2024年7月31日）

## 8、风险提示

(1) **各个公司新品开发能力下降的风险**。行业各个公司的新品推新能力是抢占市场份额关键，若未来各个公司在新品开发、营销、功能升级等方面的能力出现下降，则有可能拖累产品价格的稳步提升，进而压制收入与利润提升。

(2) **宏观经济环境不景气风险**。若国内经济景气下行，将影响内需消费支出意愿，对板块企业收入也将受到较大影响，提示宏观经济波动风险。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn